



Country Note

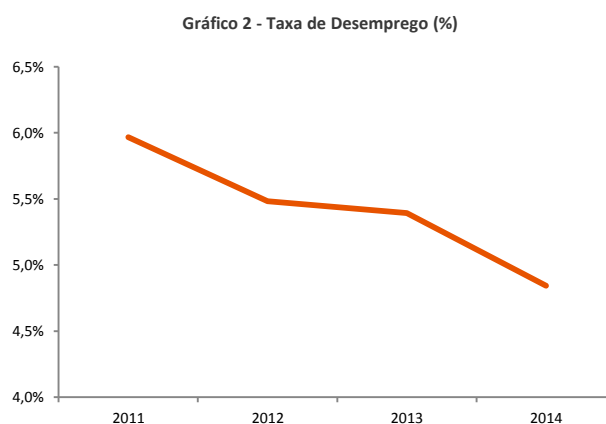
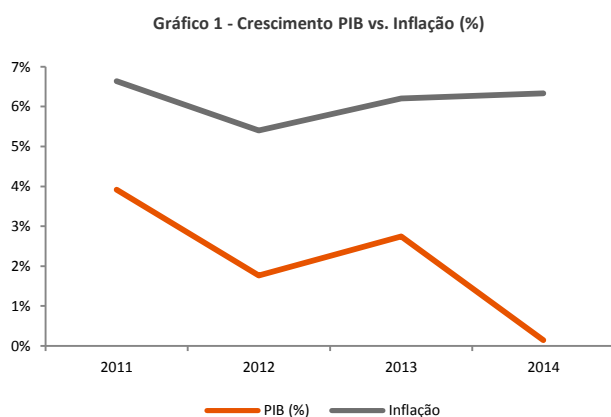
BRASIL

24 de Novembro 2015



Enquadramento

A economia brasileira tem ficado aquém do que seria esperado da típica performance de um BRIC nos últimos anos. Desde 2011 a 2014 a sua economia apresentou um crescimento do PIB médio de 2,2% ao ano, que compara com uma média de crescimento de 3,5% entre 2002 e 2008 (pré-crise). Em termos de inflação, esta tem ficado persistentemente acima do objectivo de 4,5% do Banco Central do Brasil (6,4% em 2014) alimentada por uma política orçamental expansionista e acesso fácil a crédito barato (parte dele também subsidiado). A taxa de desemprego no país tem, por outro lado, vindo a decrescer ao longo dos últimos anos até 2014 passando de 7,2% no início de 2010 para 4,3% no final de 2014 (tendência que se inverteu drasticamente em 2015).



Fonte (Gráfico 1 e 2): IMF.

A sustentar o crescimento durante os últimos anos estiveram os vastos recursos naturais do país que embora não se traduzam em exportações líquidas positivas, foram com certeza o suporte importante para o financiamento do Estado e para o investimento no país durante o período. O peso das exportações baseadas nos recursos naturais (matérias primas combustíveis, não combustíveis e energéticas) em comparação com as exportações totais tem vindo a aumentar, passando de cerca de 40% em 2004 para pouco mais de 60% em 2014 segundo os dados da UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development). Em 2014, de um total de USD 225 mil mn de exportações (cerca de 10% do PIB Brasileiro), USD 25,8 mil mn foram provenientes do minério de ferro, USD 23,4 mil mn de oleaginosas, USD 20,3 mil mn de petróleo e USD 51,3 mil mn de matérias-primas não combustíveis como açúcar, café, milho e carne, o que faz uma ilustração da riqueza que é gerada pela variedade de recursos naturais existentes no país.

Ao contrário das exportações líquidas, as despesas do estado (ou gastos públicos) têm sido uma componente de peso significativo no produto interno bruto, tendo este peso variado entre os 18% e os 20% nos últimos dez anos. Da despesa total do Estado, que em 2014 ascendeu aos BRL 1.051.561 milhões (equivalente a USD 397 mil mn à taxa de câmbio de Dezembro 2014), a maior porção (quase 40%) advém de despesas de Benefícios da Previdência (equivalente à Segurança Social) e cerca de 8,6% da despesa esteve relacionada com Benefícios Assistenciais Vinculados ao Salário-Mínimo, o que ilustra a forte vertente social da despesa do Estado Brasileiro. O peso desta componente tem vindo a crescer gradualmente em percentagem da despesa total desde a eleição de Lula da Silva em 2003, aquando pesava 5,1%, numa tendência que se manteve com o Governo de Dilma Rousseff. Quando a actual presidente foi eleita em 2011, o peso dos Benefícios Assistenciais Vinculados ao Salário-Mínimo encontrava-se em 7,6% face aos actuais 8,6%. Esta dinâmica da componente social da despesa retrata as políticas através das quais o Partido dos Trabalhadores ganhou popularidade durante a última década e que actualmente podem representar um problema para o país.

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
João Saldanha
Bernardo Cância
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

▲ **Conjuntura actual**

No último trimestre de 2014, decorreram as eleições Presidenciais que ficaram marcadas como as mais acirradas da história do país, cujo desenlace acabou por coincidir com a reeleição de Dilma Rousseff – apenas na 2ª volta. Não obstante, os resultados eleitorais confirmaram um inédito equilíbrio no sentido de voto entre o Partido dos Trabalhadores e os conservadores do Partido Social Democrata Brasileiro (PSDB), situação que acaba por explicar parte significativa do tom político excessivamente crispado que se vive no País, posteriormente agravado pelos inúmeros escândalos de corrupção que afectaram o Governo de Dilma Rousseff e que acabaram por deteriorar a credibilidade desta última, levantando-se a possibilidade cada vez mais forte de um eventual *impeachment* (afastamento de Dilma Rousseff do cargo). Para além da deterioração do cenário político no Brasil que penaliza, sobremaneira, a credibilidade externa do país, verificou-se igualmente um choque negativo de procura externa que levou a uma queda no preço das principais matérias-primas – provocando um impacto directo sobre as exportações e economia do país, o que consequentemente afectou as finanças públicas.

O impacto do choque de procura externa sentiu-se muito rapidamente na economia brasileira, com real brasileiro a depreciar-se cerca de 40% em relação ao dólar americano desde os seus máximos de 2014 até agora, com o desemprego a disparar para níveis de 2009, o PIB a contrair e a inflação a disparar.

A somar ao choque de procura externa, a crise política veio exacerbar o movimento de depreciação do real brasileiro através da fuga de capitais resultante do receio em relação às actuais contas públicas do país e à incapacidade do actual Governo fazer face a estas dificuldades. Movimento que veio ajudar a aceleração da inflação.

▲ **Finanças Públicas**

Como já referimos, o problema no curto prazo advém da impotência do actual Governo para ajustar a actual condição orçamental. As necessidades de financiamento do sector público Brasileiro (*deficit* orçamental) subiram de um intervalo entre 2% e 3% do PIB entre 2011 e 2013 para mais de 8% do PIB actualmente. Ao analisarmos as finanças públicas do país reparamos que o motivo da deterioração das contas tem sido um gradual estreitamento do *superavit* orçamental primário - que entretanto passou a ser deficit - desde 2012 e um rápido agravamento do peso dos encargos com juros desde o início de 2014.

Gráfico 3 - Necessidades de financiamento do sector público (% PIB anualizado), média móvel 12 meses

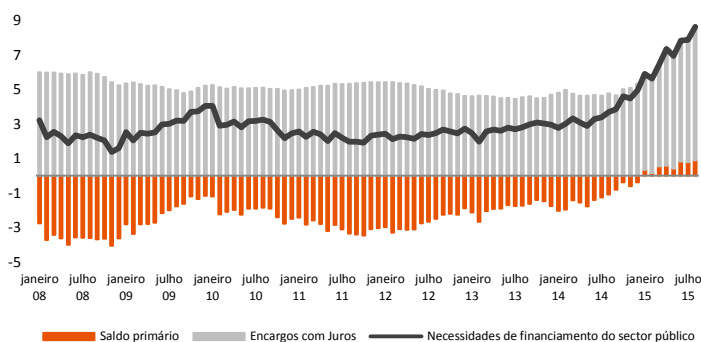
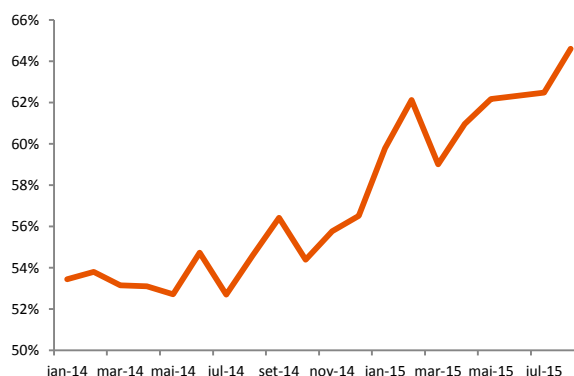


Gráfico 4 - Dívida Pública bruta (% PIB)



Fonte (Gráfico 3 e 4): Banco Central do Brasil

Os encargos com juros representam uma preocupação especial no curto prazo visto que enquanto não houver perspectiva de uma resolução da crise política é expectável que as *yields* das obrigações soberanas do Brasil se mantenham altas (entre 5 e 6% no caso das que são cotadas em USD e 15 e 16% em BRL), levando a que as altas necessidades de financiamento satisfeitas durante esta altura tenham um impacto negativo cada vez mais prolongado nas finanças públicas do país.

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
João Saldanha
Bernardo Cância
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

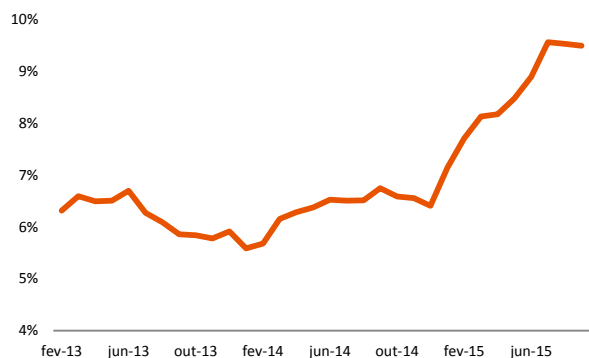
A continuação deste ritmo de deterioração das finanças públicas do país é de facto preocupante, daí o *timing* da resolução da crise política ser tão crucial neste caso. Vemos este como sendo o maior risco a uma eventual recuperação económica do Brasil e, conseqüentemente, da sua própria divisa. De notar no entanto que vários anos de *superavit* na balança comercial permitiram ao Brasil construir uma das maiores reservas de moedas internacionais que naturalmente beneficiaram com a queda do real. Estas reservas constituem uma almofada favorável, ainda que pouco ortodoxa, para a “tempestade” que o país deverá continuar a enfrentar no âmbito das restrições das finanças públicas.

▲ **Inflação**

A economia Brasileira é historicamente caracterizada por taxas de inflação relativamente altas e difíceis de gerir. O Banco Central do Brasil tem o objectivo de manter a taxa de inflação à volta dos 4,5% mas o país fechou o ano de 2014 com uma subida dos preços do consumidor de 6,3%. Desde o final de 2014, momento em que os preços das matérias-primas iniciaram uma trajectória descendente e que o Real Brasileiro começou a desvalorizar, a inflação tem, de forma oposta, vindo a acelerar no país, reflectindo essencialmente o impacto de uma moeda mais fraca.

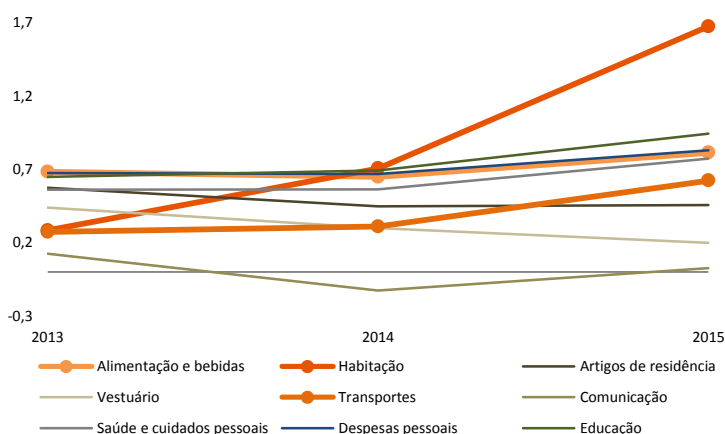
Os preços do consumidor em Setembro de 2015 encontravam-se 9,5% acima do período homólogo, 5% acima do objectivo, tendo o Banco Central do Brasil já aumentado as taxas de juro referências para 14,15% em Julho para combater esta tendência, procurando igualmente travar movimentos especulativos (*short selling* menos atractivo) que poderiam exacerbar a depreciação do BRL. Em condições de crescimento económico e desemprego normais, provavelmente as taxas de juro de referência acabariam por ser novamente aumentadas de maneira a controlar a inflação, no entanto essas não são as condições actuais e como tal o Banco Central já indicou que não se antevêem novas subidas das taxas de juro de maneira a não prejudicar, ainda mais, o ritmo periclitante de recuperação do estágio económico.

Gráfico 5 - Taxa de inflação dos preços do consumidor (variação anual)



Fonte : IBGE

Gráfico 6- Média da taxa de inflação mensal por componentes (%)



Apesar do preocupante nível da actual taxa de inflação, chamamos a atenção para a possibilidade da actual taxa de inflação não ser persistente, podendo inverter o seu rumo. Como podemos ver pelo gráfico 6, parte significativa dos aumentos de preço do consumidor durante o ano de 2015 são provenientes das componentes de *Habitação* e *Transportes*, que calham a ser as duas componentes com mais peso no índice (15,7% e 18,2% respectivamente) a seguir à *Alimentação e bebidas* (25%). No mês de Setembro por exemplo, os preços de *Habitação* subiram devido ao aumento do preço do gás (despoletado por uma subida do preço na refinaria de 15% por parte da Petrobras), ao aumento da taxa de água e esgoto em algumas regiões do país e ao aumento da tarifa de electricidade. Estes aumentos estão relacionados com a necessidade de incrementar a receita do Estado e

Research:

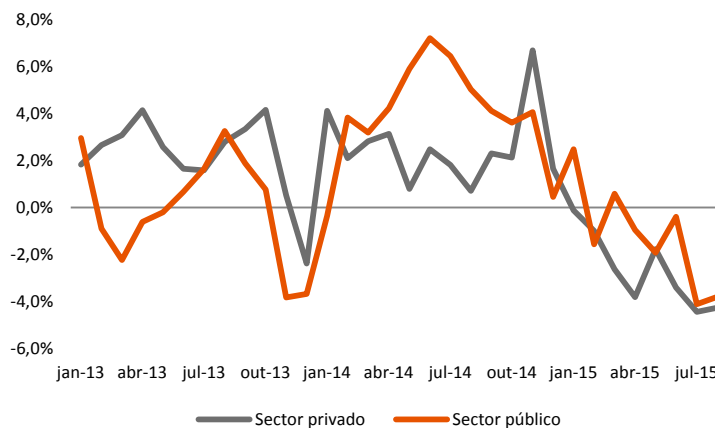
João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
João Saldanha
Bernardo Cância
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

da Petrobras, pelo que não se transformarão directamente em aumentos salariais como acontece tipicamente nas espirais inflacionistas. Acreditamos que estas medidas podem inclusivamente ter um impacto negativo para a inflação no futuro visto que diminuem o rendimento disponível dos consumidores.

Outra variável que também aponta para uma inversão da aceleração da taxa de inflação é a variação dos salários no sector público e privado. Embora a reacção dos salários tenda a ser mais lenta do que a das variáveis de mercado como a taxa de câmbio, tanto no sector privado como no sector público a desaceleração dos aumentos salariais se fez sentir desde o final de 2014, tendo os salários declinado em termos homólogos nos primeiros meses de 2015. Esta é uma tendência que deverá persistir, sobretudo, nos salários do sector público, que se encontram em média 85% acima dos do sector privado, colocando assim forte pressão sobre a taxa de inflação.

Gráfico 7 - Variação mensal homóloga dos salários



Fonte : Banco Central do Brasil

Concluindo, não obstante os altos níveis de inflação actuais, existem várias dinâmicas macroeconómicas que deverão pressionar o rendimento disponível através de uma política orçamental contracionista e redução dos salários como ajustamento ao choque negativo de procura externa apontam na realidade para uma pressão à inflação. Como tal, não acreditamos que a economia Brasileira esteja a entrar numa espiral inflacionista (como aconteceu nos anos 70 e 80 até 1994). Na última sondagem do Banco Central Brasileiro, as respostas dos vários inquiridos apontam para uma expectativa de taxa de inflação em 2016 à volta de 5,4%, o que indica que o mercado também não acredita que estes níveis de inflação se mantenham, de acordo com a nossa visão.

Resumo de tendência macroeconómicas

Em jeito de resumo, analisamos aquela que do nosso ponto de vista será a tendência para o próximo ano das várias componentes do PIB e os motivos que suportam essas tendências. Os vários componentes do PIB influenciam-se entre si, estando os efeitos de uns naturalmente ligados às tendências de outros, mas neste resumo tentamos manter uma postura simplista, analisando o efeito que variáveis independentes e exógenas terão nos vários componentes do PIB.

Consumo: O consumo privado deverá sofrer particularmente durante o próximo ano já que várias dinâmicas macroeconómicas apontam no sentido de uma redução do rendimento real disponível. Entre elas assinalamos o aumento do desemprego, a desaceleração e subsequente declínio do nível de rendimento (salários) tanto no sector privado como no sector público e a rápida inflação do custo de vida durante o ano de 2015.

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
João Saldanha
Bernardo Câncio
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

Gastos Públicos: Ainda que só recentemente o Governo tenha conseguido passar legislação para parar de aumentar os gastos públicos, parece-nos inevitável que a despesa do Estado contraia significativamente durante o ano de 2016. A violenta diminuição das receitas do Estado derivada da queda do preço das matérias-primas e do choque negativo de procura externa parece que veio para ficar e, como tal, o ajustamento orçamental será o mínimo para que as contas públicas do Brasil se mantenham equilibradas.

Investimento: A subida das taxas de juro por parte do banco central e o pessimismo em relação ao futuro da economia Brasileira são dois factores que penalizam esta componente do PIB. Por outro lado, o investimento directo estrangeiro deverá aumentar fruto da depreciação do real brasileiro, o que deverá conceder algum suporte a esta componente que esperamos que pese mais na composição do PIB que os históricos 20%.

Exportações: A queda dos preços das várias matérias-primas nos mercados globais são um facto que pressiona o volume de exportações do Brasil, no entanto o rápido ajustamento do real Brasileiro, exacerbado pela fuga de capitais gerada pela preocupação dos investidores internacionais com as finanças públicas do país, é algo que vem contribuir positivamente para esta rubrica. A melhoria da competitividade da generalidade das exportações Brasileiras que advém da depreciação cambial e do eventual ajustamento salarial são dois factores que suportarão as exportações durante o próximo ano.

Importações: Ao contrário das exportações que beneficiam da depreciação cambial e do ajustamento salarial as importações serão bastante penalizadas. Pensamos que será maioritariamente pela redução das importações que a balança comercial do Brasil sairá beneficiada das actuais dinâmicas macroeconómicas.

▲ **Cambial**

A nossa opinião é de que em função destes três factores: i) desaceleração da inflação nos próximos meses; ii) perspectiva de contracção da política orçamental; iii) impacto da subida de taxas de juro de referência no período recente, será difícil o Real Brasileiro voltar a marcar novos mínimos seja contra o dólar americano seja contra o euro - estando a direcção dos pares nos próximos meses directamente dependente da resolução da crise política. Enquanto não houver resolução política, esperamos que os pares se mantenham laterais dentro de um intervalo largo entre os 3,70 e os 3,95 no caso do USD e os 3,80 e os 4,20 no caso do EUR. Notamos ainda que no caso específico do Euro, antecipamos que seja mais fácil uma valorização do real Brasileiro em virtude da conjuntura débil que assola a Zona Euro e que obriga à manutenção de uma postura amplamente *dovish* pelo BCE.

▲ **Acções europeias**

Os eventos de 2014/2015 vieram ditar mudanças drásticas na economia Brasileira, sendo as mais evidentes a redução do consumo e das importações, contracção da política orçamental e aumento das exportações. No espaço das acções europeias denotamos uma relação entre os títulos mais expostos à América Latina e o retorno nos últimos três meses, estando parte desta penalização relacionada com a variação do real Brasileiro.

Pensamos que esta queda pode eventualmente ser uma boa oportunidade de entrada em títulos que não sejam directamente penalizados pelas tendências macroeconómicas referidas acima. Relembramos, no entanto, que todos os títulos analisados estão só parcialmente expostos à economia Brasileira, não se focando estritamente a sua *performance* à qualidade/evolução das operações no Brasil.

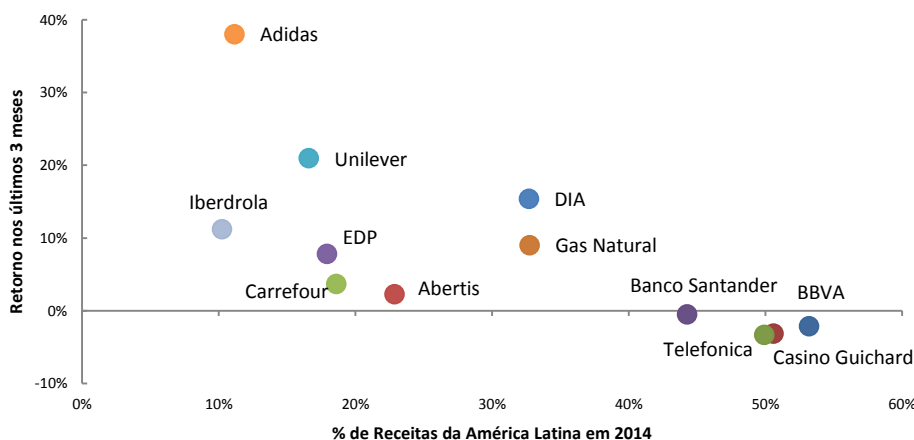
Passamos então à análise de algumas dessas oportunidades.

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
João Saldanha
Bernardo Cância
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

Gráfico 8 - Retorno 3 meses vs. Receitas América Latina



Fonte: Bloomberg; Equipa Research

A relação entre a performance nos últimos três meses e a proporção de receitas vindas da América Latina é graficamente evidente, sendo os títulos mais expostos os que mais caíram. Com efeito, a exposição à América Latina tem de facto sido um factor penalizador para a generalidade dos títulos europeus. Esta estrita observação não nos permite concluir que títulos potencialmente se revelarão mais resilientes aos problemas macroeconómicos da região. Passamos então a uma breve análise fundamental das situações que nos parecem mais atractivas considerando as características dos títulos.



▲ **DIA**

Não obstante os adversos impactos ao nível cambial, a retalhista apresentou, nos primeiros nove meses do ano, um crescimento de 18,5% nas receitas nos mercados emergentes – com o Brasil a representar 19% do total de receitas. Neste bloco geográfico, destacamos a forte evolução ao nível do EBITDA ajustado (+27,9%) e do EBIT ajustado (+23,9%) face ao período homólogo, com esta tendência positiva a ser conseguida através do foco na redução de custos.

Tabela 1- Informação Financeira DIA

| EUR mn | 2015E | 2014 | 2013 | 2012 |
|--------------------|----------|----------|----------|----------|
| Vendas | 9.096,30 | 8.011,00 | 7.945,60 | 9.707,60 |
| EBITDA | 594,30 | 585,30 | 581,40 | 615,50 |
| Margem EBITDA (%) | 6,50% | 7,30% | 7,30% | 6,30% |
| Resultado Líquido | 248,80 | 262,40 | 260,40 | 219,90 |
| Cash & Equivalents | | 217,50 | 278,40 | 386,50 |
| Total Debt | | 733,90 | 978,00 | 1.036,10 |
| Enterprise Value | | 4.179,90 | 4.931,50 | 3.912,80 |
| EV/Sales | | 0,40 | 0,62 | 0,52 |
| EV/EBITDA | | 6,78 | 9,08 | 8,22 |

Fonte: Bloomberg

Na apresentação de resultados, a empresa alertou para os desafios no mercado brasileiro, ainda assim referiu que as oportunidades de expansão ainda se mantêm inalteradas.

Acreditamos que parte dos riscos inerentes à exposição da empresa aos mercados emergentes encontram-se parcialmente descontados, com a empresa inclusivamente a apostar na expansão para novos territórios no Brasil. A retalhista pode vir a beneficiar do seu perfil de negócio, com foco em ‘baixos preços’ e ‘promoções’ – apostando na venda de produtos de marca própria - e ainda do seu modelo de ‘franchising’ que permite uma rápida expansão com capital limitado.

Como *triggers* de longo prazo, consideramos que o preço e a proximidade são a oferta/formato ideal para o actual ciclo económico, nomeadamente o Brasil. Destacamos ainda a predisposição da equipa de gestão em impulsionar o crescimento de dividendos e a possibilidade mais programas de recompras de acções próprias.

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
João Saldanha
Bernardo Cância
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.



▲ Santander

Parte significativa do resultado líquido do banco espanhol é proveniente da América Latina (Brasil 19%, México 9%, Chile 6%, Argentina 4% - totalizando 38%), sendo que esta parte dos lucros sofre directamente com as depreciações que as moedas destes mercados registaram nos últimos meses. No entanto, apesar do impacto cambial, o negócio do banco no Brasil tem-se mantido estável ao longo de 2015, mostrando inclusive um aumento relevante dos resultados líquidos nos primeiros dois trimestres do ano quando comparado com os períodos homólogos. Uma das rúbricas que poderia mostrar fragilidade num ambiente de abrandamento económico seria a qualidade da carteira de crédito do banco neste país, no entanto esta mostrou-se bastante resiliente, como aliás tem sido típico das carteiras de crédito dos vários segmentos geográficos do Santander

Tabela 2 - Informação Financeira Santander

| milhões € | 2014 | 2013 | 2012 |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|
| Margem financeira | 29.547 | 25.935 | 29.923 |
| Comissões | 12.515 | 12.473 | 12.732 |
| Custos operacionais | 28.378 | 28.760 | 29.038 |
| Lucro operacional | 18.739 | 16.500 | 21.972 |
| Lucro líquido | 5.816 | 4.175 | 2.295 |
| Total Activo | 1.266.296 | 1.115.763 | 1.269.600 |
| Total Depósitos | 647.627 | 607.837 | 578.884 |
| Empréstimos líquidos | 734.711 | 668.856 | 719.112 |
| Capital Próprio | 89.714 | 79.642 | 81.275 |
| Margem financeira | 3,0% | 2,7% | 3,1% |
| Rácio de eficiência | 54,0% | 57,9% | 53,1% |
| Custo de risco | 0,39% | 0,35% | 0,20% |
| ROE | 7,7% | 5,9% | 3,1% |

Fonte: Bloomberg

Para além da situação de instabilidade na América Latina, outro factor que tem penalizado a cotação do Santander tem sido a sua exposição à Polónia (cerca de 9% dos lucros líquidos consolidados do banco em 2014). A recente eleição de um partido que propõe a imposição de taxas extraordinárias ao sector da banca veio exacerbar esta preocupação mas acreditamos que parte significativa do impacto já poderá estar globalmente descontado aos níveis actuais.

Em adição, já foi anunciado por vários bancos europeus (entre eles o HSBC, Barclays, Deutsche Bank e Societe Generale) que vão fechar ou reduzir as suas operações no Brasil. Ainda que estas reestruturações possam revelar a preocupação destes bancos em relação ao Brasil, a saída destes do mercado acaba por reduzir a competição, o que é benéfico para os que se mantêm no país como é o caso do Santander.

Tendo em conta a resiliência apresentada pela carteira de crédito do Santander no Brasil e a underperformance significativa do título em relação ao índice do Sector Financeiro Europeu (-22,1% vs +3,4% respectivamente), o binómio risco-retorno do título parece-nos bastante atractivo, pelo que consideramos o Santander como uma opção perfeitamente válida de investimento para obter exposição à perspectiva de uma gradual estabilização económica no Brasil e/ou na América Latina.



▲ Telefonica

Os últimos 3-5 anos ficam marcados por um processo de transformação importante pela operadora Espanhola, enfrentando um relativo declínio ao nível das receitas, traduzindo o efeito negativo concomitante ao nível da evolução de preços e volume, amplificado obviamente pela crise económica que assolou o mercado doméstico no período que vigorou durante o período da crise Soberana Europeia – a qual já evidencia sinais evidentes de recuperação. Procurando contrariar os efeitos da crise da economia Espanhola, a empresa reorientou a sua estratégia para um conjunto de geografias que vislumbram maior potencial, destacando-se naturalmente a presença da operadora no Brasil e a entrada da empresa no importante mercado Alemão, em oposição às saídas de países como o Reino Unido, Irlanda e República Checa, tendo igualmente a Telefonica desenvolvido um esforço de desalavancagem significativo, tendo a dívida líquida global diminuído quase EUR 10 mil mn nos últimos 5 anos, ainda que o rácio net debt/ebitda não reflecta exactamente esse movimento face à deterioração sofrida a nível operacional no período.

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
João Saldanha
Bernardo Cância
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

Tabela 3- Informação Financeira Telefonica

| EUR mn | 2015E | 2014 | 2013 | 2012 |
|--------------------|-----------|------------|------------|------------|
| Vendas | 48.054,20 | 52.564,00 | 57.061,00 | 62.356,00 |
| EBITDA | 15.044,70 | 15.515,00 | 19.077,00 | 21.231,00 |
| Margem EBITDA (%) | 31,30% | 29,50% | 33,40% | 34,00% |
| Resultado Líquido | 4.177,30 | 4.462,00 | 4.593,00 | 6.465,00 |
| ROE | | 14,19% | 2206,50% | 18,66% |
| Cash & Equivalents | | 55.513,90 | 53.861,40 | 45.887,40 |
| Total Debt | | 59.782,00 | 60.699,00 | 66.853,00 |
| Net Debt | 46.847,70 | 50.321,00 | 48.605,00 | 55.134,00 |
| Enterprise Value | | 115.008,90 | 108.763,40 | 108.221,40 |
| Net Debt/ EBITDA | 3,11 | 3,24 | 2,55 | 2,60 |
| EV/Sales | 2,61 | 2,28 | 1,91 | 1,74 |
| EV/EBITDA | 8,33 | 7,41 | 5,70 | 5,10 |

Fonte: Bloomberg

A equipa de gestão projecta um crescimento de receitas acima de 5% até 2016, um ritmo de crescimento favorável e que contrasta com o significativo declínio observado nos anos transactos – receitas em Espanha declinaram mais de 40% nos últimos 5 anos – traduzindo no presente um peso relativo de 24,6% do *topline* global (vs 37,2% em 2010). Refira-se que as receitas em Espanha apresentaram, por fim, uma inversão da trajectória descendente, tendo evidenciado um incremento marginal no 2H15, beneficiando do cenário de recuperação macro e da exposição da empresa ao segmento de *quadruple play* – cujo incremento em volume acabou por mitigar a redução de margens. Já no Brasil, a empresa tem sido, fundamentalmente, penalizada por flutuações cambiais desfavoráveis (vide histórica depreciação do Real Brasileiro), apesar das operações intrínsecas no Brasil persistirem globalmente resilientes – a marca Vivo representa um dos melhores activos no espaço de telecomunicações Brasileiro – sendo que a recente fusão desta com a GVT (ex-Vivendi) oferece um amplo espaço para *cross-selling* e potencial de sinergias interessantes nos anos próximos, sendo que o mercado Brasileiro já representa uma proporção espectacular no total das receitas do grupo (50% vs 39% em 2010). Curiosamente, a actividade no mercado Alemão tem sido pautada por uma relativa debilidade, penalizado pela forte competição de preços que tem (deverá continuar) a pressionar a evolução das margens.

No global, acreditamos que muitos dos riscos e da trajectória operacional declinante da empresa no período recente estará, em certa medida, já incorporada ao nível dos preços actuais, pelo que o perfil de múltiplos globalmente atractivo da empresa (P/E 15E de 14,74x e P/BV de 3,15x) e a perspectiva de recuperação/aceleração de algumas áreas de negócio (geografias) do grupo – com destaque para o expectável *pickup* da actividade em Espanha e a projectada, no mínimo, estabilização da actividade económica no Brasil deverão constituir *drivers* de valorização importantes no médio/longo prazo.

Research:

 João Lampreia
 Ana Mendonça
 Diana Oliveira
 João Saldanha
 Bernardo Cância

research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

DISCLOSURES

- O Banco de Investimento Global, S.A. é uma instituição registada e regulada pelo Banco de Portugal e pela Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários, as duas principais entidades responsáveis pela regulação de actividades financeiras em Portugal.
- O BIG dispõe de um Código de Conduta, aplicável a todos os colaboradores que desempenham a actividade de analistas financeiros, no sentido de continuar a assegurar o rigor, a competência e a excelência que caracterizam a sua imagem institucional. O referido documento está disponível para consulta externa, caso se verifique uma requisição nesse sentido.
- Os analistas que compõem a equipa de Research do BIG encontram-se, para todos os efeitos, devidamente registados junto da CMVM.
- Os membros da equipa de Research do BIG não recebem nem irão receber qualquer tipo de compensação no âmbito do exercício regular das suas recomendações, as quais reflectem opiniões estritamente pessoais.
- Não existe uma política de cobertura pré-definida no que respeita a selecção dos títulos alvo de recomendações de investimento.
- Clarificação dos termos qualitativos implícitos às recomendações:
 - o Comprar, expectativa de retorno absoluto superior a 15%;
 - o Acumular, expectativa de retorno absoluto entre +5% a +15%;
 - o Manter/Neutral, expectativa de retorno absoluto entre -5% a +5%;
 - o Reduzir, expectativa de retorno absoluto entre -5% a -15%;
 - o Vender, expectativa de retorno absoluto inferior a -15%;
- Salvo disposição em contrário, a validade dos preços-alvo no âmbito das recomendações de investimento emitidas pela Equipa de Research do BiG consiste em 12 meses.
- A actualização dos nossos modelos e respectivos preços-alvo das recomendações de investimento proceder-se-á, habitualmente, num período entre 6 a 12 meses.
- O BIG pode ter, no presente e/ou no futuro, algum tipo de relação comercial com as empresas mencionadas neste relatório, nomeadamente ao nível da prestação de serviços de assessoria de investimento.
- O histórico relativo às recomendações de investimento elaboradas pela equipa de Research encontra-se nas tabelas em baixo, sendo que a consulta externa detalhada das respectivas performances poderá ser disponibilizada mediante uma requisição nesse sentido.

PSI20 Notes nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2015:

| | Número de Recomendações | % |
|------------------|----------------------------|---------------|
| Acumular/Comprar | 5 | 71,4% |
| Manter/Neutral | 2 | 28,6% |
| Reduzir/Vender | 0 | 0,0% |
| Total | 7 | 100,0% |

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2015

| | Número de Recomendações | % |
|---------------|----------------------------|---------------|
| Profit Taking | 2 | 25,0% |
| Stop Loss | 5 | 62,5% |
| Em Vigor | 1 | 12,5% |
| Total | 8 | 100,0% |

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 30 de Setembro de 2015:

| | Número de Recomendações | % |
|---------------|----------------------------|---------------|
| Profit Taking | 4 | 80,0% |
| Stop Loss | 1 | 20,0% |
| Em Vigor | 0 | 0,0% |
| Total | 5 | 100,0% |

Fonte: Research

DISCLAIMER

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informação disponível para o público em geral, recolhida de fontes consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Salienta-se a possibilidade dos resultados previstos serem susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizadas. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro. Alterações nas taxas de câmbio de investimentos não denominados na moeda local do investidor poderão gerar um efeito adverso no seu valor, preço ou rendimento. O BIG, ou seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

Research:

João Lampreia
Ana Mendonça
Diana Oliveira
João Saldanha
Bernardo Cância
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.